

Hamburgisches Welt-Wirtschafts-Archiv (HWWA) (Ed.)

**Article — Digitized Version**

## Wie beurteilen Sie die Entwicklung auf dem Wertpapiermarkt?

Wirtschaftsdienst

*Suggested Citation:* Hamburgisches Welt-Wirtschafts-Archiv (HWWA) (Ed.) (1958) : Wie beurteilen Sie die Entwicklung auf dem Wertpapiermarkt?, Wirtschaftsdienst, ISSN 0043-6275, Verlag Weltarchiv, Hamburg, Vol. 38, Iss. 8, pp. 423-430

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/132670>

**Standard-Nutzungsbedingungen:**

Die Dokumente auf EconStor dürfen zu eigenen wissenschaftlichen Zwecken und zum Privatgebrauch gespeichert und kopiert werden.

Sie dürfen die Dokumente nicht für öffentliche oder kommerzielle Zwecke vervielfältigen, öffentlich ausstellen, öffentlich zugänglich machen, vertreiben oder anderweitig nutzen.

Sofern die Verfasser die Dokumente unter Open-Content-Lizenzen (insbesondere CC-Lizenzen) zur Verfügung gestellt haben sollten, gelten abweichend von diesen Nutzungsbedingungen die in der dort genannten Lizenz gewährten Nutzungsrechte.

**Terms of use:**

*Documents in EconStor may be saved and copied for your personal and scholarly purposes.*

*You are not to copy documents for public or commercial purposes, to exhibit the documents publicly, to make them publicly available on the internet, or to distribute or otherwise use the documents in public.*

*If the documents have been made available under an Open Content Licence (especially Creative Commons Licences), you may exercise further usage rights as specified in the indicated licence.*

## Wie beurteilen Sie die Entwicklung auf dem Wertpapiermarkt?

Aus Kreisen der Börse:

### Wandelnde Faktoren bestimmen die jeweilige Tendenz

In den zurückliegenden Monaten ist häufiger der Versuch unternommen worden, die Kapitalmarktentwicklung allein von der Frage der Rendite her vorausbestimmen zu wollen. Wenn man heute diese Prognosen daraufhin untersucht, inwieweit ihnen die Entwicklung recht gegeben hat, dann wird man unschwer zu dem Ergebnis kommen, daß gerade das Gegenteil von dem Vorausgesagten eingetreten ist. Es ist schon schwer, eine zuverlässige längerfristige Konjunkturprognose zu geben, nahezu unmöglich ist es, verbindliche Erklärungen über künftige Börsenkurse abzugeben. Jede schematische Lösung ist einseitig und bringt nicht zum Ausdruck, daß die jeweilige Börsentendenz von einer Vielzahl von Faktoren geprägt wird, denen ein unterschiedliches und oftmals schnell wechselndes Gewicht beizumessen ist.

#### Der Wandel der Faktoren

Während der Koreakrise (und auch noch längere Zeit danach) spielte der Substanzfaktor für die Kursbildung die ausschlaggebende Rolle. Einmal drohte damals eine merkliche Geldwertverschlechterung, zum anderen stand die Börse noch im Zeichen der Entflechtung und der Kapitalumstellung, bei denen die erhalten gebliebene Substanz die entscheidende Rolle spielte. Als die D-Mark sich mehr und mehr stabilisierte, trat der Substanzgedanke in den Hintergrund und das Renditedenken spielte sich nach vorn. Die Ren-

dite war bei der Bewertung der Aktien aber immer mehr eine Art Grundmasse. Das Bild wurde verfeinert durch die Aussichten auf mehr oder weniger wertvolle Bezugsrechte, durch Paketbildungen und wohl auch durch die Berücksichtigung der jeweiligen Zukunftsaussichten. Alle diese Gesichtspunkte sind aber überspielt worden, wenn sich anregende politische Momente („Adenauer-Hausse“) ergaben.

#### Nachfragesituation

##### läßt Kurssteigerungen erwarten

Wenn man die künftige Entwicklung der Wertpapiermärkte beurteilen will, wird man zunächst zu ergründen haben, welche Momente in der nächsten Zeit das größte Gewicht haben werden. Auszugehen ist dabei von dem auch in den kommenden Monaten noch wirksam bleibenden sinkenden Zinsrend, von der anhaltenden hohen Liquidität und von der daraus resultierenden Nachfrage nach Anlagemöglichkeiten. Dabei wird das Wertpapier begehrter als bisher sein, weil — zumal nach der neuen Steuersenkung — eine Bevölkerungsschicht wieder zur Ersparnisbildung kommt, die von jeher dem Wertpapier zugeneigt war.

Da das Angebot die Nachfrage sowohl bei den festverzinslichen Werten als auch bei den Aktien nicht decken wird, sind auf beiden Märkten weitere Kurssteigerungen zu erwarten. Daran können auch politische Störungen, wie wir sie gerade erlebt haben, grundsätzlich

nichts ändern. Das Bild muß sich natürlich vollständig verschieben, wenn es irgendwo zu einem kriegerischen Konflikt kommen sollte. Dann fließt das Geld wieder in die Waren; es werden Vorräte gebildet, die Liquidität nimmt ab.

#### Das Renditeverhältnis

Die Rendite am Rentenmarkt wird weiter sinken. 5 1/2%ige Industriebanleihen liegen durchaus im Bereich der Möglichkeiten, ebenso 5%ige Pfandbriefe, deren Zinsen tarifbesteuert sind (im Gegensatz zu den jetzt handelbaren Pfandbrief-Emissionen zu 5%, bei denen die Zinsen von jeglicher Steuer befreit sind). Wenn man bedenkt, daß man vor wenigen Monaten noch 8% mit seinem Geld erzielen konnte, dann wird deutlich, wie schnell der Zinssenkungsprozeß vor sich gegangen ist.

Ein Zinssatz von 5% rückt ein Tabu der Zinssenkungsbewegung in den Vordergrund, und das ist der Kaufkraftschwund. Nach den bekannten statistischen Erhebungen machte er in diesem Jahr bisher bereits 4% aus, rechnet man dann noch 1% Vermögensteuer hinzu, dann erkennt man, wie problematisch der heutige Zinssatz wird, wenn es nicht gleichzeitig gelingt, den — wenn auch relativ geringen — Kaufkraftschwund zu drosseln.

Mag der kleinere und mittlere Sparer Überlegungen in dieser Richtung nicht anstellen, so ist eine Ahnungslosigkeit bei den Großanlegern jedenfalls nicht vorhanden. Diese werden sich künftig mehr nach Anlagen auf dem Aktien-

Alle in der Abteilung „Zeitgespräch“ veröffentlichten Beiträge sind freie Meinungsäußerungen von Persönlichkeiten aus Wirtschaft und Politik und von in- und ausländischen Mitarbeitern. Sie enthalten keine Stellungnahme der Redaktion und sind keine offiziellen Äußerungen der herausgebenden Institutionen.

markt umsehen, wo die durchschnittliche Rendite im Juli 1958 zwar auf 4,15 zurückgefallen ist, doch hat diese statistische Zahl nur eine untergeordnete Bedeutung, weil es gegenwärtig eine ganze Anzahl von Aktienwerten gibt, die aus rein spekulativen Gründen (Mehrheitskäufe, Hoffnungen auf Gratisaktien) auf einen Stand getrieben wurden, der sich durch normale Maßstäbe kaum rechtfertigen läßt, wodurch sich aber das statistische Bild verzerrt. Jede Bank wird ihrer Kundschaft heute Papiere nachweisen können, bei denen die Rendite zwischen 5,5 und 6% liegt, die also mit den Renten (läßt man steuerliche Gesichtspunkte außer acht) wohl konkurrieren können. Wenn sich bei den großen Standardwerten des Aktienmarktes (Montanpapiere ausgenommen) weniger gute Renditen errechnen, dann muß berücksichtigt werden, daß in den heutigen Kursen die zu erwartenden Dividendensteigerungen für 1958 teilweise eskomptiert sind.

#### *Der Einfluß der Steuerpolitik*

Und damit ist ein Punkt angeschnitten, der mitverantwortlich für die Hausse der letzten Monate ist und der auch künftig noch das Bild der deutschen Aktienmärkte bestimmen wird. Das ist der Abbau der Doppelbesteuerung, die leider noch nicht völlig zum Fortfall kommt, doch durch das Gesetz über die Ermäßigung der Körperschaftsteuer für ausgeschüttete Gewinne wesentlich gemildert wird. Allerdings wäre es verfehlt, die künftigen Dividenden rein schematisch auf Grund der für die Gesellschaft künftig eintretenden Ersparnis um rund 20% höher schätzen zu wollen. Damit rechnen selbst die größten Börsenoptimisten nicht. Man darf nicht verkennen, daß für eine Reihe von Branchen eine merkliche Konjunkturverschlechterung eingetreten ist, die sich auch in den Gewinnen niederschlagen wird. Immerhin kann man aber wohl damit rechnen, daß diese von der rückläufigen Konjunkturbewegung betroffenen Unternehmen in der Lage sein werden, unter Zuhilfenahme der Steuerersparnis den bisherigen Dividendensatz aufrechtzuerhalten.

Bei einer großen Zahl von Gesellschaften sind Dividendenaufstockungen jedoch so gut wie sicher, und diesem Tatbestand versucht man heute bereits in den Kursen Rechnung zu tragen. Wir haben also eine Hausse, die weniger von den konjunkturellen Erwägungen getragen wird, sondern ausgelöst wurde durch gesetzgeberische Maßnahmen, zu denen auch die Hoffnungen auf die Ausschüttung von Gratisaktien zu rechnen sind. Wir stehen also vor der Merkwürdigkeit, daß die Börsen schwach waren und stagnierten, als die Konjunktur auf vollen Touren lief, und daß wir eine Hausse erleben zu einem Zeitpunkt, an dem die Wirtschaft eine Atempause hat.

Auf den ersten Blick ist die gegenwärtige Wall-Street-Tendenz ebenso merkwürdig. Die Industrie ist in der Zwangslage, ihre Gewinne zurückschrauben zu müssen; gleichzeitig erreichen die Aktienkurse einen neuen Höchststand. Hier spielt aber einwandfrei das Substanzdenken die ausschlaggebende Rolle. Die Politik des leichten Geldes drängt die Anleger in die Substanz, die auf diese Weise den inflationistischen Auswirkungen der amerikanischen Konjunkturpolitik entgehen wollen.

#### *Angebot und Nachfrage*

Halten wir für den deutschen Kapitalmarkt fest: Seine Entwicklung wird durch die noch wachsende Nachfrage nach Anlagemöglichkeiten bestimmt, die zumindest anhalten wird, solange die Exportüberschüsse zur Liquiditätsvergrößerung beitragen. Das Angebot an Neuemissionen wird sich in engen Grenzen halten, weil manche Investitionsprojekte auf Eis gelegt sind und weil auch der Bedarf der

#### *Aus Kreisen der Industrie:*

### **Die Tendenz: Expansion und Stabilisierung**

Von kurzfristig wirksamen Einflüssen abgesehen wird die künftige Entwicklung an den Wertpapiermärkten von der Geldfülle bei den Banken und der nicht ganz eindeutig abzuschätzenden Konjunktur bestimmt werden. Beide Faktoren zielen in gleicher Richtung: Auf

öffentlichen Hand offensichtlich weniger groß ist, als ursprünglich angenommen wurde. Hinzu kommt, daß die Industrie angesichts der sinkenden Zinstendenz mit der Aufnahme von Obligationen awartet und sich teilweise mit Zwischenkrediten hilft, die hette leicht erhältlich sind. Kapitalerhöhungen sind überdies nur in ganz zwingenden Fällen zu erwarten. Auch nach der Körperschaftsteuersenkung ist die Verzinsung von Aktien immer noch sehr viel teurer als die Bedienung von Anleihen. Nur dort, wo ein echtes Risiko finanziert werden muß oder wo die Bilanz keine weitere Belastung mehr trägt, wird man junge Aktien ausgeben.

Der Kapitalexport wird kaum dazu beitragen, die Nachfrage nach Kapitalmarktitteln zu vermindern, selbst wenn die Bedingungen im Ausland eines Tages besser sein sollten als in der Bundesrepublik. Ob für den privaten Kapitalanleger die besseren Konditionen das Risiko für Auslandsanlagen ausgleichen, ist eine Frage, die nach den Erfahrungen der vergangenen Jahrzehnte nicht unbedingt bejaht werden kann. Der Kapitalexport ist Neuland — der Normalsparer wird nur schwer zu bewegen sein, ausländische Wertpapiere zu erwerben. Was bislang auf diesem Gebiet geschehen ist, spielt für unsere Devisenbilanz nur eine untergeordnete Rolle. Das mag sich im Laufe der nächsten Jahre ändern, geordnete politische Verhältnisse vorausgesetzt. Die Erfahrungen zweier Weltkriege lassen sich nicht von heute auf morgen mit einem Federstrich beseitigen, zumal die USA bislang noch keine große Neigung gezeigt haben, das beschlagnahmte deutsche Privateigentum zurückzuerstatten. (P. S.)

eine weitere Senkung der Renditen, wenn auch vielleicht nicht mehr im Tempo der vergangenen Monate.

Hinsichtlich der konjunkturellen Entwicklung stellt sich vor allem die Frage: Wie weit ist die Binnenwirtschaft imstande, die Export-schrumpfung wettzumachen?

### **Vorherrschen der Rationalisierungsinvestitionen**

Bis jetzt haben die steigenden Investitionsaufträge aus dem Inland den Rückgang der Auslandsaufträge kompensiert. Die Frage ist aber, ob, wann und wie stark sich der Nachfragerückgang nach deutschen Exportgütern auf die Investitionsbereitschaft der betroffenen Firmen auswirkt.

Weiter: An die Stelle der Erweiterungsinvestition ist in einem erheblichen Umfange die Rationalisierungsinvestition getreten. Rationalisierungsinvestitionen sind aber einerseits Folgen des verschärften Wettbewerbs- und Kostendrucks — in unserem speziellen Falle Arbeitskostendrucks —, lösen aber auch ihrerseits einen verschärften Wettbewerbsdruck aus.

Wir sehen hier die konjunkturellen Faktoren, die für die längerfristige Erwartung der Entwicklung an den Wertpapiermärkten maßgeblich sind: Am Ende einer langjährigen Hochkonjunktur ist eine Art Besinnungspause eingetreten. Zu ihr gehören als Erbe der Hochkonjunktur und der anhaltenden Vollbeschäftigung erhöhte Kostendruck und Rationalisierungskonjunktur, die durch verschärften Wettbewerb einen tendenziellen Druck auf die Gewinnsätze ausüben. Die Bereitschaft zur Zahlung hoher Zinsen und Dividenden wird daher gedämpft.

Dieser vom realen Wirtschaftsprozeß ausgelöste Druck auf die Renditen wird überlagert durch die aus der Notenbankpolitik resultierenden monetären Erleichterun-

gen und die hohe Flüssigkeit des Geldmarktes, die ihre Wurzeln in der noch hohen Aktivität der Zahlungsbilanz und in der Tatsache haben, daß die Geldzufuhr zu den Banken den Zuwachs im Aktivgeschäft der Kreditinstitute überwiegt. Dieser Prozeß brauchte seine Zeit, ehe er in diesem Frühjahr zum Durchbruch am Kapitalmarkt führte. Man kann seinen Beginn auf die Jahreswende 1956/57 legen, als die Bundesbank das Signal auf Krediterleichterung stellte.

### **Sinkende Renditen**

Wie sehen die Auswirkungen dieser vielschichtigen, hier nur angedeuteten Bestimmungsströme des Wertpapiermarktes in Zahlen aus? Die Durchschnittsrendite für festverzinsliche Wertpapierte ging von ihrem Höchststand in der ersten Jahreshälfte 1957 zwischen 5,7% bei fünfprozentigen steuerfreien Pfandbriefen und 8,1% bei tarifbesteuerten Industrieobligationen des Achtprozent-Typs auf 5 bis 7,5% herunter. Die Kurse erhöhten sich entsprechend von 89 und 100 auf 100,8 und 104,0. Noch akzentuierter war die Entwicklung auf dem Aktienmarkt: Die Brutto-Renditen liegen jetzt großenteils schon um und unter 5%. Der Durchschnittskurs stieg von 179,5 im Februar 1957 auf 223,5 im Juni 1958. Hieran waren Aktien aller Wirtschaftsgruppen mit Ausnahme der Grundstoffindustrien beteiligt.

Anhaltende Nettodevisenzuflüsse und Rekordzunahmen der Sparkonten verursachten ein Klima, das geeignet ist, ein weiteres Sinken der Renditen herbeizuführen. Fak-

toren, die den Wertpapiermarkt an sich erheblich zu beeinflussen pflegen, scheinen demgegenüber zur Zeit nur eine geringe Rolle zu spielen: Die Nahostkrise hat eine gewisse Beunruhigung des Marktes zur Folge gehabt, aber keine tiefen Spuren hinterlassen. In den letzten Monaten ist am Wertpapiermarkt eben ein Damm gebrochen. Das wird am besten durch einen Vergleich der Börsenumsätze illustriert. Sie erreichten am Rentenmarkt im ersten Halbjahr 1958 eine Höhe von 3426 Mill. DM und am Aktienmarkt von 986 Mill. DM. Für die entsprechende Zeit des Vorjahres lauten diese Zahlen 1773 Mill. DM bzw. 621 Mill. DM. Diese Flut dürfte auch kleinere Hindernisse mit kurzfristiger Wirkung, wie z. B. die nächsten Steuertermine und die Erntefinanzierung, mühelos überwinden.

### **Verknüpfung mit dem Geldmarkt**

Daß solche Ereignisse für den Wertpapiermarkt überhaupt eine Rolle spielen können, weist auf seine enge Verknüpfung mit dem Geldmarkt hin; denn die Hauptanleger bei festverzinslichen Werten sind die Kreditinstitute. Eine Ausnahme bilden die Industrieobligationen, bei denen sich die — schon seit einiger Zeit überwiegenden — privaten Anleger in den letzten Monaten noch mehr in den Vordergrund geschoben haben. Dennoch verhindert das hohe Engagement der Kreditinstitute die klare Beantwortung der Frage, wie weit es sich um eine wirkliche Gesundung des Kapitalmarktes handelt. Allerdings: Eine erneute Re-



Unsere Bank steht seit 1870 im Dienste der deutschen Wirtschaft. Wir betreiben alle Zweige des Bankgeschäfts und gewährleisten durch unsere weitreichende Organisation schnelle Bedienung und gewissenhafte Beratung. Im Ausland unterhalten wir eigene Vertretungen in Amsterdam, Beirut, Madrid, Rio de Janeiro und Windhoek.

**COMMERZ- UND DISCONTO-BANK**  
AKTIENGESELLSCHAFT

Hauptverwaltung Hamburg · 63 Geschäftsstellen in Norddeutschland

striktionspolitik der Notenbank erwarte ich in absehbarer Zeit nicht. Erst in ihrem Falle würde klar zutage treten, wie weit die Vermögensanlage, d. h. die Kapitalbildung geht und in welchem Umfang nur liquide Mittel der Banken am Wertpapiermarkt untergebracht wurden. Wenn die Zahl der privaten Anleger wie auch die der Sparer gestiegen ist, so ist das auf jeden Fall ein gutes Zeichen. Es handelt sich jedoch dabei zweifellos um eine späte Frucht der Hochkonjunktur, wenn man auch den Erfolg des Investment-Spargedankens nicht unterschätzen sollte.

#### **Chancen für benachteiligte Werte**

Größere Fülle erzeugt auch am Wertpapiermarkt erhöhte Vielfalt. Hier dürfte die Chance für solche Werte liegen, die an der Hausse bisher nur wenig teilhatten. Das trifft in erster Linie für Montanaktien zu, deren Kurse zurückgeblieben sind und deren Rendite deshalb über denen vergleichbarer Papiere liegt. Schon das dürfte sie künftigen Anlegern wieder interessanter machen, zumal das Gespenst der Sozialisierung nach den Wahlen in Nordrhein-Westfalen noch tiefer in den Schatten getreten ist. Für den Durchschnittskurs stecken hier also durchaus noch Reserven. Gewiß sind Kohle und Stahl zu schwachen Punkten in der Konjunktur geworden. Die zunehmende Konzentration der Unternehmen kann sich aber dennoch überwiegend attraktiv auswirken.

In jüngster Zeit hat das Publikum auch begonnen, sich für „entlegene Gegenden“ des Marktes zu interessieren, z. B. für Werte der Bauindustrie. Das scheint auf eine gewisse Dürre im Angebot schließen zu lassen, die darauf zurückzuführen ist, daß einmal die Realkreditinstitute sich neuerdings in der Emission von Pfandbriefen und Kommunalobligationen zurückhalten, zum anderen Aktienemissionen in Erwartung des Gesetzes über die Aufstockungsaktie aufgeschoben werden.

#### **Divergierende Tendenzen**

Die Zurückhaltung der Boden- und Kommunalkreditinstitute ist wohl auf die Verengung der Spanne zwischen dem realen Hypothe-

kenzins und den Sätzen der Pfandbriefe zurückzuführen. Von hier aus geht also ein weiterer Druck auf die Rendite aus. In entgegengesetzter Richtung wird sich das Gesetz über die Aufstockungsaktie auswirken: Erhöhte Effektivverzinsung bei gesenkten Kursen wird mit einer gleichzeitigen Auflockerung des Wertpapiermarktes einhergehen. Für die Emittenten handelt es sich allerdings um keine neue Finanzierung, sondern um eine sichtbare Anpassung der Kapitalstruktur. In der langfristigen Fremdfinanzierung werden sich die Unternehmen, soweit sie kapitalmarktfähig sind, nach wie vor der Aktie, der Obligation und des Schuldscheins bedienen. Hinzu kommt für die mittlere Industrie als Finanzierungsinstrument auch weiterhin die Sammelanleihe, die auch der Anleger goutiert.

Belebend wird ferner die erweiterte Aufspaltung der Körperschaftsteuersätze wirken. Die gespanntere Ertragslage der Unternehmen wird dadurch zwar nicht unmittelbar erleichtert. Es wird aber die Dividendenausschüttung angeregt, die Spanne zwischen Aktien- und Rentenrendite damit weiter vermindert und — anhaltende Spar- und Anlagefreudigkeit vorausgesetzt — der steuerpflichtige Käufer zur Aktie hingezogen, ohne daß das festverzinsliche Wertpapier deshalb an Beliebtheit einbüßen muß.

*Von einem Bankmann:*

### **Vorläufig wird der Zins weiter sinken!**

Die Bundesbank hat in 21 Monaten fünfmal den Diskont um je  $\frac{1}{2}\%$  gesenkt. Sie tat es nicht, um grünes Licht für eine Ausweitung des kurzfristigen Kreditvolumens zu geben. Sie wollte damit vielmehr bewußt am Kapitalmarkt intervenieren; denn bei  $2\frac{1}{2}\%$  Diskontsenkung müssen die Habenzinsen sinken. Insbesondere kam es der Bundesbank — und es ist ihr teilweise gelungen — auf die Herabsetzung der Verzinsung der Termingelder an, um so die hier liegenden potentiellen auf den Kapitalmarkt gehörenden Gelder nun der Wertpapiieranlage zuzuführen.

### **Aussichten für den Kapitalexport**

Ob die sinkende Zinstendenz eine unmittelbare Wirkung auf den Kapitalexport haben wird, ist fraglich. Zweifellos spielt die Zinsarbitrage eine Rolle für die Anlage liquider Mittel im Ausland. Diesbezügliche Dispositionen könnten wohl über das bereits bestehende Ausmaß hinaus angeregt werden. Der eigentliche Kapitalexport hängt jedoch in erster Linie von anderen Maßstäben ab. Von privater Seite wird er sicherlich nur aus wirklichen Ersparnissen vorgenommen, von den Unternehmen der Investitionsgüterindustrie auch nolens/volens. Dazu kommen aber Erwägungen, denen eine auf längere Sicht gerichtete Betrachtungsweise zugrunde liegt.

Ziehen wir die Bilanz: Die hohe Liquidität wird unter den bestimmenden Faktoren zwar weiter dominieren, aber neue Angebotsstöße an Aktien und — nach Klärung der Zinsfrage — wohl auch an Pfandbriefen werden ein stabilisierendes Element in den Wertpapiermarkt bringen. Das ist allerdings noch nicht die zuverlässige Gesundung, die erst aus einem breiten Strom langfristige Anlage suchender Mittel entspringen kann. Aber es ist doch ein Anfang eines stärker gewordenen Wertpapiermarktes, der aus der Enge in Angebot und Nachfrage, wie sie nach 1948 bestand, endlich herausgefunden hat. (W. B.)

Diese Notenbankpolitik wurde möglich, weil infolge der gestiegenen Masseneinkommen bei gleichzeitig verbessertem Sparwillen — der Nachholbedarf ist ziemlich gedeckt — die Spartätigkeit laufend gestiegen ist. Nun hat aber die verstärkte Sparneigung (auch bei gehobenen Einkommen) gleichzeitig die Konsumneigung etwas eingeeengt. Damit ist innerhalb der Vollbeschäftigung nicht mehr die volle Preiskonjunktur für die Unternehmer, wie sie in den letzten Jahren geherrscht hat, gegeben. Das bedeutet Einschränkung der Selbstfinanzierung bei gleichzeiti-

gem Zwang zu Erweiterungsinvestitionen in den Wirtschaftszweigen, auf die sich die Nachfrage besonders richtet, und zu Rationalisierungsinvestitionen dort, wo der Kostendruck auf die Preise zu groß wird. Dies bedeutet eine unverändert erhebliche Nachfrage der Unternehmer nach Kapital, wenn auch nicht mehr so drängend wie in den letzten Jahren. Diese beiden Momente haben die seit Monaten bestehende Zinssenkungstendenz ausgelöst.

Hinzu kommt bei dem in Deutschland immer noch bestehenden hohen Renditeniveau ein erhebliches Interesse des Auslands. Dies ist aber nicht immer mit echten Anlagegeldern am Markt verbunden. Hier wird auch in Erwartung weiter sinkender Zinsen spekuliert, und die Spekulation war bisher erfolgreich.

#### **Kapitalimport / Kapitalexport**

Die Frage stellt sich nun: Wann wird die Zinssenkungstendenz aufhören? Hier gibt es politische und marktmäßige Gründe.

Man ist sich in Deutschland wohl bewußt, daß man Kapitalexport betreiben muß. Das Wiederaufleben des klassischen Kapitalexports in der Form der Direktinvestitionen von Handel und Industrie und des Erwerbs ausländischer Kapitaltitel ist aber trotz aller Anstrengungen ein langwieriger Prozeß. Angesichts der ungleichen Verteilung der Devisenbestände in der Welt bleibt als Übergangslösung, als bewußte Notmaßnahme, kaum etwas anderes übrig, als Konsolidierungskredite und (revolvierende) Überbrückungskredite zu geben. Das geschieht ebenso im ausländischen Interesse wie auch im Interesse genügender Beschäftigung für unsere Exportindustrie, die in ihrer Struktur auf das internationale Geschäft eingestellt ist. Man denke nur daran, daß die Bundesbank über 6 Mrd. DM Kredite an internationale Einrichtungen und an ausländische Zentralbanken ausweist.

Erst wenn an die Stelle des Kapitalimports (das Ausland kauft deutsche Wertpapiere) durch eine Veränderung der Renditenverhältnisse zum Ausland ein deutscher



Kapitalexport (wenn wir ausländische Wertpapiere kaufen) getreten ist, wird der politische Wille der Notenbank zur Zinssenkung aufhören. Um das dann erreichte Niveau zu halten, wird wohl oder übel die Notenbank, die sich in der Ära Vocke ausschließlich auf eine Geld- und Währungspolitik beschränkt hatte, mehr und mehr auch auf den Kapitalmarkt Einfluß nehmen müssen: Man wird wohl damit zu rechnen haben, daß, um ein sinnvolles Zusammenspiel von Geld- und Kapitalmarkt zu erreichen, die Notenbank eines Tages Offenmarktpolitik in Kapitaltiteln ebenso wird betreiben müssen, wie dies in den USA oder Großbritannien schon viele Jahre der Fall ist.

Daß damit nur die eine Seite des Kapitalexports angesprochen wird, nämlich die Rendite, liegt auf der Hand. Daneben gibt es noch weitere Themen, die hier nicht vertieft werden können: zweimalige Ent-eignung des deutschen Auslandsvermögens in einer Generation bei

enttäuschend verlaufenen Rückgabebesprechungen; Entwöhnung der deutschen Anleger von den internationalen Märkten; verbreitetes Rechtsmißtrauen, wodurch die oft plakatierte Unverletzlichkeit des privaten Eigentums zur Farce geworden ist.

Darüber darf nicht vergessen werden, daß der Bund eines Tages am Kapitalmarkt erscheinen wird, wobei angenommen werden darf, daß der Bundesfinanzminister erst bei einem Zinssatz von 5% sich zu verschulden gedenkt.

#### **Übergang zur Offenmarktpolitik?**

Was man sich vorgenommen hat, nämlich ein dem Ausland vergleichbares Kapitalzinsniveau zu schaffen, ist ein großes Programm; dabei wird man auch die Imponderabilien bedenken müssen. Es sei z. B. daran erinnert, daß der deutsche Zinssatz von 8% aus den Jahren 1956 und 1957 dem seriösen Schweizer Anleger so exotisch erschien, daß er trotz günstiger Rendite sich an diesen Papieren weni-

ger interessiert zeigte als an den heutigen Neuemissionen mit einem gegenwärtigen Normal- und Nominalzinssatz von 6%. Eine übertriebene Zinshöhe erzeugt also Mißtrauen.

Andererseits kann, da ohne Zweifel nicht nur echtes Anlagegeld heute am Markt ist, sondern auch nicht so langfristig zur Verfügung stehende Mittel hier vorübergehend gebunden werden, das Programm zusammenbrechen, falls die Notenbank aus Währungsgründen zu einer Änderung ihrer jetzt praktizierten Liquiditätspolitik gezwungen wird. Das überlegt man sich auch in vielen Anlegerkreisen, und man ist auch gewarnt. Das Debakel des Kapitalmarkts vom August 1955 ist noch in vieler Leute Erinnerung. Das führt zu den schon oben geäußerten Gedanken, daß die Notenbank ihre Liquiditätspolitik künftig mit einer Offenmarktpolitik in Kapitaltiteln zu koppeln haben wird.

#### **Einengung der Selbstfinanzierung**

Die Wirtschaftsunternehmen haben es selbstverständlich — schon aus der Gewöhnung — lieber, wenn sie ohne Kapitalmarkt auskommen, wenn sie ihre eigenen Gewinne investieren können. Vom unternehmerischen Standpunkt aus ist dies verständlich, vom volkswirtschaftlichen Standpunkt aus dagegen gefährlich.

Selbstfinanzierung hat es zwar immer gegeben, aber es bleibt eine Frage der Dosis, ob die Selbstfinanzierung so leicht gemacht werden sollte. Daß sie jetzt eingengt wird, liegt daran, daß man in Bonn und in Frankfurt das Prinzip der Vollbeschäftigung verstanden hat: Läßt man in der Vollbeschäftigung erhebliche Gewinne zu, so verführt dies zu Fehlinvestitionen. Solche Fehlinvestitionen haben in den Jahren 1948 bis 1957 nicht selten stattgefunden. Damals aber waren die Zuwachsraten so erheblich, daß zu groß dimensionierte Kapazitäten in kurzer Zeit durch die vermehrte Nachfrage wieder ausgefüllt wurden. Heute ist, da allein die Produktivität die Fortschrittsrate bestimmt, dies nicht mehr gegeben. Es ist also richtig, wenn die Selbstfinanzierung in gewisser Weise

eingengt wird, jedoch nicht so weit, daß man die unternehmerische Initiative erstickt.

#### **Der Unternehmer auf dem Kapitalmarkt**

Daß dabei heute die Unternehmer, wenn sie an den Kapitalmarkt gehen müssen, die Obligationen der Aktie als Finanzierungsmittel noch vorziehen, liegt daran, daß trotz aller steuerpolitischen Änderungen der letzten Zeit die Aktie nach wie vor das teuerste Finanzierungsinstrument ist. Vorbegehen kann man an ihr aber nicht, da ein vergrößerter Umsatz ein größeres Risikokapital erfordert, das nicht allein aus Rücklagen bestehen kann. So gesehen hat die Zusatzaktie auch ihren Sinn.

Oft wird in diesem Zusammenhang darauf hingewiesen, daß das mittelständische Unternehmen nicht emissionsfähig sei. Das ist richtig und falsch zugleich. Es gibt die Industriekreditbank - Sammelanleihe, es gibt den Direktinvestitionskredit, es gibt die Kreditanstalt für Wiederaufbau. Wenn die emissionsfähigen Unternehmen ihre Kreditbedürfnisse am Kapitalmarkt decken, dann werden die klassischen wie die Hilfskonstruktionen zur Kapitalbildung so frei, daß sie sich der mittelständischen Wirtschaft schon aus eigenem Interesse stärker annehmen werden.

Ohne Zweifel gibt es heute Differenzierungen in der Verdienstkraft der Unternehmen, da sich auch in der Vollbeschäftigung die Nachfragerichtung laufend wandelt. Darüber darf aber nicht vergessen werden, daß Konkurse selten sind, daß auch im Durchschnitt noch so gut verdient wird, daß die unter-

nehmerische Bewährungsprobe jetzt noch nicht bestanden ist. Im übrigen scheinen viele Preise so großzügig kalkuliert zu sein, daß noch „Luft“ in ihnen enthalten ist. Da zudem eine mißliche Konjunkturlage im Gesamtüberblick nicht zu sehen ist, scheint es nur akademisches Interesse zu haben, sich jetzt mit der Ertragslage in der Wirtschaft bei stagnierender Konjunkturlage zu beschäftigen.

#### **Die öffentliche Hand auf dem Kapitalmarkt**

Die aus devisenpolitischen Gründen gewollte Zinssenkung wird weitergehen, bis das deutsche Renditenniveau demjenigen des vergleichbaren Auslands entspricht. Dann wird es wohl einen Stop geben, weil dann das spekulative Auslandsinteresse zurückgeht und gleichzeitig das deutsche Kapitalangebot nicht mehr allein dem deutschen Markt zugute kommt, sondern auch ins Ausland wandert. Und für etwa die gleiche Zeit ist anzunehmen, daß der Bundesfinanzminister am Markt auftauchen wird. Ihm steht das Recht zu, sich am Kapitalmarkt zu verschulden; denn unsere Public Utilities sind nicht mit der unternehmerischen Wirtschaft mitgewachsen: Was nützt ein steigender Ausstoß von Kraftfahrzeugen, wenn die Straßen nicht folgen? Was nützt die erstrebte Standortveränderung aus den Ballungsgebieten auf das „flache Land“, wenn die Verkehrsverhältnisse dem nicht entsprechen? Die Public Utilities werden in den nächsten Jahren in erheblicher Größenordnung die Kapitalnachfrage beeinflussen. Der Kapitalbedarf ist noch nicht gesättigt. (E. C.)

*Von einem Wirtschaftspublizisten:*

#### **„Gut schlafen - oder gut essen?“**

„Wer gut essen will, der kaufe Aktien; wer gut schlafen will, kaufe Obligationen.“ Dieses alte Börsenwort hat in den letzten Jahren keine Gültigkeit mehr gehabt. Der Aktionär erwartete früher — das heißt, in der Zeit vor dem ersten Weltkrieg und auch noch in den Jahren danach bis zur Weltwirtschaftskrise oder sogar noch bis zum zweiten Weltkriege —,

daß ihm sein Papier in günstigen Jahren einen Ertrag bringe, der erheblich über dem „landesüblichen Zinsfuß“ lag, also über der Rendite festverzinslicher Papiere und auch noch über dem Zinssatz für Hypotheken. Dafür nahm er in Kauf, daß er sich in ungünstigeren Jahren mit einer geringeren Dividende abfinden oder zeitweilig auch ganz auf eine Dividende ver-

zichten mußte. Er war sich auch klar darüber, daß sein Papier an der Börse starken Kursschwankungen unterworfen war, so daß er bei einem Verkauf vielleicht einen Gewinn erzielen, vielleicht aber auch einen empfindlichen Verlust erleiden konnte.

Der Besitzer von Obligationen hatte dagegen einen bescheideneren, aber dafür sicheren Ertrag aus den festen Zinsen. Auch die Notierungen seines Papiers waren stabiler und veränderten sich höchstens um ganz geringe Prozentsätze. Das war nicht allein darauf zurückzuführen, daß der Landeszinsfuß nur langsamen Veränderungen unterworfen war, sondern darüber hinaus sorgten die Emissionsinstitute durch „Kurspflege“ dafür, daß die Käufer von Pfandbriefen und Obligationen keinen Risiken ausgesetzt waren.

#### **Störung der klassischen Regeln**

Alles dies hatte sich nach dem zweiten Weltkrieg völlig verändert. Nach der Währungsreform erschien die Aktie als das sichere Papier; denn sie hatte sich als wertbeständiger erwiesen als die Obligation und der Pfandbrief. Als in den Jahren um 1950 bis 1955 die Preise nach oben in Bewegung gerieten, konnten die Aktionäre „gut schlafen“. Sie sahen, daß ihre Kapitalanlage weiterhin wertbeständig blieb, ja, daß sich ihr Wert stärker erhöhte, als das Preisniveau in die Höhe ging. Sie nahmen dafür bereitwillig in Kauf, daß sie nicht „gut essen“ konnten, weil ihre Papiere ohne Dividenden blieben oder nur sehr geringe Ausschüttungen erhielten. Denn sie sahen ja auch, daß die Gesellschaften im Wege der Selbstfinanzierung neue Werte anreicherten.

Demgegenüber war es sehr schwer, wieder Kapitalgeber zu finden, die bereit waren, ihr Geld in festverzinslichen Werten anzulegen. Pfandbrief und Obligation waren unsichere Papiere geworden, weil sie ihre Wertbeständigkeit eingebüßt hatten. Ihre Besitzer konnten nicht ruhig schlafen, wenn die Preise stiegen und das Schreckgespenst einer neuen Inflation aufzutauchen schien. Es mußte schon ein erheblicher Anreiz „gut

zu essen“ geboten werden, wenn jemand dafür den unruhigen Schlaf in Kauf nehmen sollte. Hohe Zinssätze allein genügten nicht. Es mußte ein größerer Anreiz geschaffen werden. Er bot sich am einfachsten und wirkungsvollsten in der Form der Steuervergünstigungen an. Bei aller — heute durchaus zutreffenden — Kritik an den steuerbegünstigten Papieren sollte man nicht vergessen, daß ohne diese Maßnahme der Pfandbriefmarkt kaum wieder, auf jeden Fall nicht so schnell, zu neuem Leben hätte erweckt werden können.

#### **„Normalisierung“ des Wertpapiermarktes**

Von dem Augenblick an, wo die Preisbewegung aufgefangen wurde, hat sich die Lage auf dem Wertpapiermarkt gewandelt. Als das Schreckgespenst der Inflation in den Hintergrund trat, wurden Pfandbrief und Obligation mit ihren hohen Zinserträgen attraktiv. Der Aktionär fühlte sich demgegenüber benachteiligt, er wollte nicht mehr länger auf seinen Anspruch auf gutes Essen verzichten und forderte, bessere Dividenden. Die Gesellschaften kamen jetzt auch in die Lage, höhere Ausschüttungen vornehmen zu können, denn ihr Investitionsbedarf war nicht mehr so dringend, nachdem die Expansion ihren Höhepunkt überschritten hatte. Zudem wurde bei stabileren Preisen und merkbar werdendem Konkurrenzdruck die Selbstfinanzierung schwieriger, während über den Markt für Obligationen jetzt auch wieder Fremdkapital reichlicher zur Verfügung stand.

So erleben wir seit 1956 eine schnell fortschreitende „Normalisierung“ des Wertpapiermarktes. Sie kommt vor allem darin zum Ausdruck, daß die Wertpapierkäufer sich wieder in erster Linie nach der Rendite des Papiers ausrichten. Die Aktie wird nicht mehr ausschließlich nach ihrem „inneren Wert“ beurteilt; sondern der Aktionär sieht mehr und mehr darauf, was sie abwirft.

#### **Verzerrungen im Bild der Rendite**

Obwohl die Zinsen für Pfandbriefe und Obligationen schon stark gefallen sind und die mei-

sten Aktiengesellschaften ihre Dividenden beträchtlich erhöht haben, bleibt die Aktienrendite heute meist noch beträchtlich hinter der Rendite der festverzinslichen Papiere zurück. Doch das ist nicht mehr darauf zurückzuführen, daß die Aktie gegenüber dem Pfandbrief und der Obligation als das sicherere Papier gilt, sondern hat seine besonderen Ursachen.

Einmal haben die meisten Gesellschaften ihre Ausschüttungen für 1957 niedriger gehalten, als es ihnen möglich gewesen wäre, weil die Änderungen in der Körperschaftsteuer für 1958 höhere Ausschüttungen zu günstigeren Bedingungen ermöglichen werden. Zum anderen besteht aus „optischen“ Gründen eine Scheu vor größeren Dividendensätzen in Westdeutschland. Man fürchtet, daß erhöhte Dividenden zu neuen Lohnforderungen und zu einer Verschärfung der sozialpolitischen Kritik sowie auch zu neuen Auseinandersetzungen in den Preisdebatten führen. Deshalb möchte man lieber erst Kapitalaufstockungen vornehmen, um größere Dividenden erst auf das erhöhte Kapital auszuschütten, so daß der vermehrte Umfang der Ausschüttung nicht in einem erhöhten Dividendensatz zum Ausdruck kommt.

Daß eine solche Dividendenpolitik notwendig ist, zeigt, wie wenig in Westdeutschland die Bedeutung der Aktie als einer risikotragenden Kapitalanlage anerkannt wird. Denn sie muß in guten Jahren einen reichen Ertrag abwerfen, damit auch Jahre mit geringem Ertrag und sogar Jahre mit Verlust in Kauf genommen werden können. Es ist eine weitere Anomalie, daß für die Unternehmungen die Beschaffung von Kapital durch Obligationen oder andere Anleiheformen unter den bestehenden Steuergesetzen „billiger“ ist als eine Verbreiterung der Eigenkapitalbasis durch Ausgabe neuer Aktien. Jede weitere Verzögerung der Steuerreform zur Beseitigung dieser Anomalie kann sich als verhängnisvoll erweisen, wenn das Zunehmen des Konkurrenzdruckes für eine größere Anzahl von Unternehmen die Ertragslage ver-

schlechtern, so daß die Aufbringung der Zinsen für das Fremdkapital schwierig wird.

### **Die Verbundenheit von Kapitalmarkt und Preispolitik**

Wenn die Änderung der Körperschaftsteuer wirksam geworden sein wird und wenn die Unternehmen — mit Hilfe von Aufstokkungsaktien oder durch Überwindung der Scheu vor einer nachteiligen „Optik“ — zu einer angemesseneren Dividendenpolitik vorgestoßen sein werden, wird noch ausgeprägter als schon in der letzten Zeit die Rendite zur Richtschnur für die Kapitalanlage werden. Das wird einerseits die Kapitalanlage in Aktien begünstigen, andererseits wird es den Zinsdruck auf dem Markt für festverzinsliche Papiere verstärken. Daher liegt es durchaus im Bereich der Wahrscheinlichkeit, daß der Zinssatz für Pfandbriefe und Obligationen im kommenden Jahr in der Bundesrepublik sogar unter 6% fallen kann.

Die ausschlaggebende Voraussetzung dafür aber ist die Stabilität des Preisniveaus. Sollten die Preise wieder nach oben in Bewegung geraten, dann würde die Bereitschaft zur Hergabe größerer Kapitalien mit festen Zinssätzen nur durch eine erhebliche Erhöhung dieser Zinssätze zu erkaufen sein. Ferner würden die Unternehmen wieder angereizt und zum Teil sogar gezwungen werden, sich die Mittel für neue Investitionen durch eine erneute Ausweitung der Selbstfinanzierung zu beschaffen. Dadurch würde wiederum die Rotation einer Preisspirale beschleunigt werden.

### **Internationaler Zinsvergleich**

Ein Sinken des Kapitalzinssatzes unter 6% würde den Zinssatz der Bundesrepublik den Sätzen annähern, die in anderen etwa vergleichbaren Ländern bestehen. Bei einer Betrachtung der landesüblichen Zinssätze in verschiedenen Staaten muß man aber auch berücksichtigen, daß viele Regierungen, wie vor allem die Regierungen der USA und Großbritanniens, eine Politik betreiben, die zielbewußt darauf hinarbeitet, den Zinssatz für festverzinsliche Papiere möglichst niedrig zu halten. Sie

sind dazu gezwungen, weil ihre öffentliche Schuld hoch ist und jedes Anziehen der Zinssätze ihren Haushalt entsprechend belastet.

Ob eine solche Politik auch für die Bundesrepublik angezeigt sein könnte, erscheint höchst zweifelhaft. Unsere öffentliche Schuld ist verhältnismäßig gering, so daß auf die Zinsbelastung des Haushaltes keine Rücksicht genommen werden muß. Andererseits ist der Kapitalbedarf unserer Wirtschaft sehr groß, und es muß alles daran gesetzt werden, den Sparwillen breiter Kreise zu stärken. Deshalb wäre es nicht angebracht, unsere Kapitalmarktpolitik nach den Zinssätzen anderer Länder auszurichten. Es sei denn, die Unterschiede wären so groß, daß sie in erheb-

lichem Umfang ausländisches Kapital in die Bundesrepublik saugen, aber dann würde sich automatisch eine Senkung der westdeutschen Zinssätze ergeben.

Der Kapitalexport wird durch das Verhältnis unserer Zinssätze zu den landesüblichen Zinssätzen vergleichbarer Länder wenig beeinflusst. Denn für Kapitalanlagen im Ausland spielt der Zinsertrag nur eine nebengeordnete, wenn nicht untergeordnete Rolle. Zudem sind vergleichbare Industriestaaten auch nicht die Länder, die gegenwärtig nach deutschem Kapital rufen. Sondern das sind die Entwicklungsländer, für die Kapital nur unter völlig abweichenden Bedingungen zur Verfügung gestellt werden kann. (H. P.)

## **Und Friede auf Erden**

Wenn man die Eisenhowerschen Ausführungen auf der Sondersitzung der UNO-Vollversammlung mit den anderen Resolutionen und Programmen vergleicht, die auf eine Befriedung des nahöstlichen Raumes abzielen, so weisen sie untereinander einen so hohen Grad an Ähnlichkeit auf, daß man sich nur darüber wundert, daß es noch nicht zu einer allseitig befriedigenden Konvention gekommen ist. Natürlich müßte man im Zeitalter der Selbstbestimmung souveräner Staaten auch den beteiligten Ländern einen gewissen Einfluß auf diese Konvention ermöglichen, weil es sonst allzusehr den Anschein haben könnte, daß man ihr Fell verkauft. Und schließlich gehören zu diesem Raum nicht nur die Staaten, die kürzlich diesen Konflikt veranlaßten.

Die Entsendung einer UNO-Polizei dürfte Gemeingut aller bisher diskutierten Vorschläge sein, und sie würde den USA die Möglichkeit bieten, ihre Truppen im Rahmen der Vereinbarung abzuziehen, ohne ihr Gesicht zu verlieren. Aber gerade die Stationierung einer Polizeitruppe dürfte die Hoheitsrechte der betroffenen Staaten doch recht erheblich tangieren. Soll diese Truppe den status quo garantieren oder nur dafür sorgen, daß „direkte und indirekte Aggressionen“ vermieden werden?

Es ist interessant, daß die labile weltpolitische Lage immer wieder zu terminologischen Anomalitäten verführt: mit dem Wort Aggression verbunden wir bisher immer die Vorstellung eines direkten Angriffs. Wir sind nunmehr belehrt worden, daß es ebenso wie einen „kalten Krieg“ auch eine „indirekte Aggression“ geben muß. Wir sind aber auch darüber belehrt worden, daß es eine „Friedensstreitmacht“ geben kann, während wir bisher glaubten, daß ein Frieden keine Streitmacht erfordere. In diesen Imponderabilien, die in einer anomalen Terminologie ihren Niederschlag finden, liegen aber auch die Divergenzen der einzelnen Programme, die eine Einigung verhindern, obwohl sich die offiziellen Resolutionen doch so schön anhören.

Ein anderes Gemeingut aller Resolutionen ist die Aufstellung von Entwicklungsprogrammen und die Gewährung von Entwicklungshilfen, die — ähnlich wie der Colombo-Plan für den Fernen Osten — die soziale und wirtschaftliche Stabilität im Nahostraum anstreben sollen. Dieser Punkt der Resolutionen ist für uns von besonderer Bedeutung, und er sollte Gelegenheit geben, uns aktiv in eine konstruktive Nahostpolitik einzuschalten. Nur müssen wir darüber im klaren sein, daß die wirtschaftliche und soziale Lage in den einzelnen Ländern dieses Raumes enorme Unterschiede aufweist: hier Kapital ohne Entwicklungsmöglichkeiten, dort Entwicklungsmöglichkeiten ohne Kapital. Das Entwicklungsprogramm des nahöstlichen Raumes kann also nicht eine Länderangelegenheit sein, sondern muß überregional aufgestellt werden. Und wenn man an diesen Punkt der Überlegungen gelangt ist, fragt man sich, ob nicht doch letztlich der Staatschef der Arabischen Republik als Sieger aus diesem Konflikt hervorgehen wird. (sk)